Tweede Kamer der Staten-Generaal

2

Vergaderjaar 2014–2015

22 112 Nieuwe Commissievoorstellen en initiatieven van de lidstaten van de Europese Unie

Nr. 1950 **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 17 maart 2015

De Europese Commissie heeft op 18 februari 2015 een groenboek over het onderwerp «Het opbouwen van een kapitaalmarktenunie» gepubliceerd, samen met consultatiedocumenten over securitisaties en de herziening van de prospectusrichtlijn. Bijgevoegd ontvangt u de kabinetsreactie op dit groenboek en deze consultaties[1]. Ik ben voornemens uiterlijk 13 mei een formele reactie aan de Commissie te sturen op basis van de in dit document uiteengezette positie. Ik zal uw Kamer daarvan t.z.t., zoals gebruikelijk, een afschrift sturen.

De Minister van Financiën,
J.R.V.A. Dijsselbloem

[1] Raadpleegbaar via www.tweedekamer.nl

kst-22112-1950
ISSN 0921 - 7371
's-Gravenhage 2015

Kabinetsreactie groenboek «Het opbouwen van een kapitaalmarktenunie» en consultatiedocumenten «Securitisaties» en «Herziening prospectusrichtlijn»

Inleiding

Op 18 februari 2015 heeft de Europese Commissie een groenboek over een Europese kapitaalmarktunie gepresenteerd. Dit werd tegelijk gepubliceerd met consultatiedocumenten over securitisaties en de voorgenomen herziening van de prospectusrichtlijn. Lidstaten, marktpartijen en andere geïnteresseerden kunnen tot 13 mei 2015 reageren op de voornoemde documenten. Op basis van de reacties op het groenboek en de consultaties zal de Europese Commissie in het najaar een actieplan presenteren met concrete maatregelen die moeten zorgen voor verdere eenwording van de Europese kapitaalmarkt in 2019. Dit moet leiden tot een verdere verbreding van de financieringsmogelijkheden voor projecten en ondernemers die nu nog in belangrijke mate afhankelijk zijn van bankfinanciering en bijdragen aan groei en werkgelegenheid in Europa. Uiteraard zullen proportionaliteit en subsidiariteit nader beschouwd worden wanneer dit actieplan tot concrete voorstellen leidt.
Deze kabinetsreactie gaat eerst in op de definitie van de kapitaalmarktunie. Hierna volgt een samenvatting van het groenboek, die ingaat op de analyse van de Europese Commissie ten aanzien van de huidige situatie in de EU en de ideeën die in het groenboek worden geopperd om tot een Europese kapitaalmarktunie te komen. Hierna volgt een overzicht van de inhoud van de consultatiedocumenten over securitisaties en de prospectusrichtlijn. Tot slot komen de verschillende onderwerpen uit de consultatie aan bod, met een eerste kabinetreactie. Hierbij is aangegeven aan welke onderdelen naar het oordeel van het kabinet prioriteit zou moeten worden gegeven. De drie documenten die de Europese Commissie heeft gepubliceerd bevatten een groot aantal vragen die nader op de details van de verschillende voorstellen ingaan. Voor de beantwoording van deze vragen zal het kabinet de komende tijd nadere analyse verrichten, toezichthouders betrekken en marktpartijen consulteren. Het kabinet zal uw Kamer te zijner tijd informeren over de aanvullende reactie op het groenboek van het kabinet richting de Europese Commissie.

Definitie en analyse van de kapitaalmarktunie

Financiële markten vervullen een essentiële rol om besparingen van ondernemingen, huishoudens en overheden door te geleiden naar ondernemingen, huishoudens en overheden die een tekort aan kapitaal hebben. De Europese Commissie hanteert in het groenboek een ruim begrip van wat een kapitaalmarkt inhoudt. In deze definitie zijn niet alleen effecten die publiekelijk op een platform worden verhandeld (zoals aandelen of obligaties) onderdeel van de kapitaalmarkt, maar ook leningen en deelnemingen die niet publiekelijk worden verhandeld. Bij deze handel buiten de publieke markten gaat het om leningen die slechts aan een kleine groep worden aangeboden (onderhandse leningen, zoals *private placements*) en deelnemingen in het eigen vermogen van een onderneming buiten een platform om (*private equity*).

De Europese Commissie stoelt de kapitaalmarktunie op de volgende principes:

- zij moet maximaal bijdragen aan de economie, banen en groei;
- zij moet een gemeenschappelijke kapitaalmarkt creëren voor alle lidstaten door barrières voor grensoverschrijdende investeringen weg te nemen en een sterkere verbinding met de wereldwijde kapitaalmarkt;

– zij moet gebouwd zijn op een stevig fundament van financiële stabiliteit, met een *single rulebook* voor financiële dienstverlening dat effectief en consequent wordt gehandhaafd;
– zij moet een effectief niveau van consumenten en investeerders bescherming verzekeren;
– En zij moet helpen wereldwijd investeerders aan te trekken en het concurrentieniveau van de EU vergroten.

De Europese Commissie wijst in het groenboek op het feit dat de Europese economie sterk afhankelijk is van bankfinanciering. De kapitaalmarkt in de Europese Unie (EU) is de afgelopen decennia wel gegroeid, maar blijft volgens de Europese Commissie «onderontwikkeld». Zeker in vergelijking met andere landen, zoals de Verenigde Staten (VS). De Europese Commissie constateert tevens aanwijzingen voor knelpunten bij de financiering van projecten en van ondernemers in de Europese Unie. Dergelijke knelpunten remmen het herstel van werkgelegenheid, innovatie en economische groei in de Europese Unie. Diversificatie en vergroting van financieringsmogelijkheden kunnen in potentie dergelijke knelpunten wegnemen. Bovendien kan vergroting van het financieringsaanbod kosten omlaag brengen en zorgen voor een stabielere financiering van de reële economie. De Europese Commissie ziet een grotere rol voor de kapitaalmarkt en meer alternatieve aanbieders van financiering dan ook als een goede aanvulling op bancaire financiering. Daarnaast kunnen kapitaalmarkten en alternatieve financieringskanalen, volgens de Europese Commissie, de allocatie van kapitaal verbeteren en risico's efficiënter verdelen, ook binnen de Europese Unie, waardoor schokken binnen het financiële stelsel beter kunnen worden opgevangen.

Om de beschikbaarheid van kapitaal te vergroten en de allocatie van kapitaal te verbeteren zullen de momenteel gefragmenteerde Europese kapitaalmarkten volgens de Europese Commissie verder geïntegreerd moeten worden. In het kader van het groenboek en de beide consultaties vraagt de Europese Commissie naar praktische voorbeelden van bestaande barrières voor verdere integratie en de mogelijkheden om deze weg te nemen.
Tot slot, ook banken zullen een belangrijke rol blijven vervullen bij het samenbrengen van vraag en aanbod van financiering. Dit laatste kanaal komt ondermeer aan bod in de consultatie over securitisaties.

Mogelijke acties op de korte en middellange termijn uit het groenboek

Korte termijn

De Europese Commissie benoemt een aantal initiatieven voor de korte termijn om de diepte van de kapitaalmarkt te vergroten en marktintegratie te bevorderen. Dit zijn (i) het uitwerken van een regime voor securitisaties van hoge kwaliteit, (ii) herziening van de prospectusrichtlijn, (iii) het verbeteren van kredietinformatie, met name voor het midden- en kleinbedrijf (mkb), (iv) het ondersteunen van marktinitiatieven met betrekking tot de verdere ontwikkeling van de markt voor *private placements* en (v) het stimuleren en ondersteunen van het gebruik van langetermijninvesteringsfondsen. Voor wat betreft securitisaties en de prospectusrichtlijn organiseert de Europese Commissie een separaat consultatieproces. Een samenvatting van en reactie op beide consultatiedocumenten is verderop in deze kabinetsreactie opgenomen.
De Europese Commissie wijst op het belang van het wegnemen van onnodige drempels voor mkb-financiering op de kapitaalmarkt. Verbetering van de beschikbaarheid en vergelijkbaarheid van bedrijfsinformatie kan hier een belangrijke rol in spelen. Een minimumstandaard voor

vergelijking van bedrijfsinformatie kan helpen om investeringen in het mkb te ondersteunen. Ook standaardisering van kredietscores kan het aantrekken van financiering voor met name mkb-ondernemingen vergemakkelijken.

Ook de verdere ontwikkeling van de markt voor *private placements* biedt volgens de Europese Commissie kansen. Bij dergelijke onderhandse leningen wordt een directe kredietovereenkomst gesloten tussen kredietnemer en kredietgever. Veel middelgrote- en grote Europese ondernemingen hebben de afgelopen jaren financiering aangetrokken via de Amerikaanse markt voor *private placements*. Intussen vinden ook Europese *private placements* plaats, met name in Duitsland en Frankrijk, maar verdere ontwikkeling van dit financieringskanaal is volgens de Europese Commissie wenselijk. In dit kader wijst de Europese Commissie op het belang van het ondersteunen van lopende marktinitiatieven gericht op het wegnemen van enkele belangrijke knelpunten. Een belangrijke rol is hierbij weggelegd voor de totstandkoming van gestandaardiseerde documentatie die door marktpartijen te gebruiken is in alle lidstaten.
Tot slot wijst de Europese Commissie op het belang van langetermijninvesteringen. Recentelijk zijn de onderhandelingen over de verordening *European Long-term Investment Funds* (ELTIF) afgerond en naar verwachting zal de verordening dit jaar in werking treden. Beleggingsfondsen die het label ELTIF dragen beleggen alleen in lange termijn investeringen, zoals bijvoorbeeld in duurzame infrastructuurprojecten, niet-beursgenoteerde ondernemingen of het mkb. Een ELTIF heeft een Europees paspoort, waardoor de aandelen of deelnemingsrechten in een ELTIF in de gehele Europese Unie aan zowel professionele als *retail*- (niet-professionele) beleggers mogen worden aangeboden. Het doel van het ELTIF-label is dan ook investeringen in de reële economie te stimuleren, de groei en innovatie van mkb-ondernemingen in de Europese Unie te versterken en investeringen in lange termijn projecten te stimuleren. In het groenboek stelt de Europese Commissie aan *stakeholders* de vraag welke rol de Europese Commissie en lidstaten kunnen spelen om het gebruik van het ELTIF-label te stimuleren en te ondersteunen.

Middellange termijn

Op middellange termijn zet de Europese Commissie in op drie sporen om de ontwikkeling en integratie van kapitaalmarkten te verbeteren: (i) verbeteren van de toegang tot kapitaal (ii) vergroten beschikbaarheid van kapitaal en (iii) het vergroten van de efficiëntie van markten.

<u>(i) verbeteren van de toegang tot kapitaal</u>

Het goed functioneren van de Europese kapitaalmarkt moet zorgen voor een verdere verbreding en verdieping van financieringsmogelijkheden, met name voor het mkb. Het verlagen van toegangsdrempels, zoals door het standaardiseren van informatieverplichtingen, zal mkb-ondernemingen helpen bij kredietverlening en het toegang krijgen tot de kapitaalmarkt. Hierbij wordt gedacht aan het opzetten van een jaarrekeningstandaard speciaal voor mkb-ondernemingen. De Europese Commissie start in 2015 met workshops om de mogelijkheden voor standaardisering te onderzoeken.

Standaardisering, transparantie en convergentie worden ook gezien als belangrijke bouwstenen om specifieke markten te ondersteunen, zoals de markten voor bedrijfsobligaties en langetermijninvesteringsfondsen. Zo zal de Europese Commissie later dit jaar een consultatie starten rondom de mogelijke voordelen en eventuele vorm van een gemeenschappelijk regime voor *covered bonds*. Daarnaast wijst de Europese Commissie op

het belang van marktinitiatieven die bijdragen aan de toegang tot financiering, zoals standaardisering van informatievereisten voor de uitgifte van duurzame, sociale en groene obligaties.

Alternatieve financiering, zoals *peer-to-peer lending* en *crowdfunding*, kennen momenteel sterk verschillende kaders in de verschillende lidstaten, waardoor weinig grensoverschrijdende activiteiten plaatsvinden. De Europese Commissie onderstreept het belang van alternatieve financieringskanalen en geeft aan momenteel te onderzoeken hoe informatieverstrekking door marktpartijen kan worden ondersteund en op welke wijze lidstaten alternatieve financieringsvormen momenteel reguleren.

(ii) vergroten beschikbaarheid van kapitaal

Omdat de grootte van de kapitaalmarkt afhangt van de besparingen die naar kapitaalmarktinstrumenten vloeien, geeft de Europese Commissie aan dat maatregelen genomen moeten worden om het doen van investeringen aantrekkelijker te maken. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen institutionele beleggers, *retail*beleggers en internationale investeerders.

In het geval van institutionele beleggers, geeft de Europese Commissie aan dat het Europese raamwerk voor beleggingsinstellingen (zoals de richtlijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (UCITS)[2] en de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFMD))[3] een belangrijke rol heeft gespeeld bij de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt. Met betrekking tot langetermijninvesteringen zijn er echter nog mogelijke barrières (onder andere belemmeringen in de regelgeving) die de stroom van kapitaal naar langetermijninvesteringsprojecten beperken. De Europese Commissie geeft aan dat eventuele oplossingen kunnen zien op meer maatwerk voor de pensioen- en verzekeringssector en het verder stimuleren van investeringen in *venture capital*. Dit laatste zou bijvoorbeeld ondersteund kunnen worden door te kijken naar mogelijkheden voor publiek-private kanalen en te kijken of mogelijkheden voor tussentijds uitstappen of verhandelen van de investering in *venture capital* kan worden vergroot.

In het geval van *retail*beleggers kan een grotere deelname worden nagestreefd door te kijken hoe grensoverschrijdende concurrentie in financiële diensten kan worden vergroot. Door toenemende concurrentie kunnen tarieven omlaag, wat ten goede komt aan de consument. Onderdeel van het aantrekken van meer *retail*beleggers is het verder herstellen van het vertrouwen in fondsbeheerders, mede door de nieuwe bevoegdheden die de Europese toezichthouders hebben gekregen door ondermeer MiFID-II. [4]

---

[2] Richtlijn 2014/91/EU van het Europees parlement en de raad van 23 juli 2014 tot wijziging van de richtlijn 2009/65/EG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat bewaartaken, beloningsbeleid en sancties betreft (PbEU 2014, L 257).

[3] Richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (PbEU 2011, L 174).

[4] RICHTLIJN 2014/65/EU VAN HET EuropEES parlement EN DE RAAD van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU

Tot slot kan de interesse van internationale investeerders mogelijk worden vergroot door directe verkoop van Europese beleggingsinstellingen en overige investeringsinstrumenten in derde landen te faciliteren.

(iii) het vergroten van de efficiëntie van markten

De Europese Commissie noemt in het groenboek een aantal manieren waarop de effectiviteit van kapitaalmarkten vergroot kan worden. Hierbij speelt toezichtsconvergentie tussen nationale toezichthouders een grote rol, waarbij de Europese Commissie een belangrijke rol ziet voor de bestaande Europese toezichtsautoriteiten. Zij dienen te zorgen voor een consistente, effectieve en efficiënte toepassing van Europese wet- en regelgeving door nationale toezichthouders. In het groenboek bouwt de Europese Commissie voort op de bestaande Europese toezichtsautoriteiten en stuurt expliciet niet aan op verregaande institutionele hervormingen, zoals overdracht van bevoegdheden.

Verder werk op het gebied van gemeenschappelijke principes voor datastandaarden en marktrapportage kan ook een bijdrage leveren aan een effectievere kapitaalmarkt. Hierbij kan worden gedacht aan de huidige ontwikkeling van de consolidated tape voor platformhandel, die kwaliteit en beschikbaarheid van handelsdata bevorderd.

Overig

Om het systeem robuuster te maken heeft de Europese Commissie ook plannen voor het ontwikkelen van een raamwerk voor herstel en afwikkeling van centrale tegenpartijen (CCPs). Hiervoor wil de Europese Commissie binnen afzienbare tijd een voorstel doen voor aanvullende regelgeving. Verder vraagt de Europese Commissie aandacht voor het belang van harmonisatie van vennootschapsrecht en het versterken van *corporate governance*. Hierbij wordt gewezen op de geïdentificeerde barrières van het tweede Giovannini-rapport uit 2003. Volgens de Europese Commissie zal ook gekeken moeten worden naar mogelijke barrières in nationale wetgeving, zoals vennootschapsrecht, faillissementsrecht en belastingwetgeving.

Consultatiedocument securitisaties

Een van de grotere kortetermijntrajecten binnen het groenboek is de ontwikkeling van een Europese markt voor securitisaties van hoge kwaliteit. Een securitisatie is een financieel product waarbij activa worden gebundeld en vervolgens doorverkocht aan een andere partij. Deze activa kunnen bijvoorbeeld hypotheken zijn, of leningen aan het mkb. Securitisaties kunnen op meerdere manieren positief bijdragen aan de werking van een gezamenlijke Europese kapitaalmarkt. Een van de voordelen is bijvoorbeeld dat een bank risico's via een securitisatie kan overdragen aan partijen die een bepaalde combinatie van risico en rendement aantrekkelijk vinden. Op deze manier dragen securitisaties bij aan het beter spreiden van risico's en het daarmee bereiken van een gediversifieerde investeringsportfolio. Door het creëren en verkopen van een securitisatie ontstaat bij banken bovendien ruimte op de balans. Die ruimte kan de bank vervolgens bijvoorbeeld gebruiken om nieuwe kredieten te verstrekken.

Verkeerde prikkels in het productieproces en de complexiteit en ondoorgrondelijkheid van bepaalde securitisaties hebben ontegenzeggelijk een rol gespeeld tijdens de financiële crisis. Naar aanleiding hiervan zijn verschillende wetgevende initiatieven genomen om securitisaties beter te reguleren. Zo zijn ondermeer de kapitaaleisen voor securitisaties

verhoogd wanneer financiële instellingen in securitisaties willen investeren en zijn retentie-eisen geïntroduceerd.[5]

De Europese securitisatiemarkt is na de crisis flink in omvang afgenomen en van herstel is nog geen sprake. Dit heeft volgens de Europese Commissie met o.a. het huidige economische klimaat, het nog bestaande wantrouwen bij bepaalde investeerders tegen securitisaties en ontwikkelingen in het toezichtkader. In het groenboek worden ideeën genoemd die tot doel hebben de Europese securitisatiemarkt te versterken en te vergroten. Deze ideeën worden apart van het groenboek geconsulteerd.

Kern van de voorstellen van de Europese Commissie is de ontwikkeling van een Europees raamwerk voor (relatief) eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties. Dit zou de mogelijkheden moeten vergroten voor banken, institutionele investeerders en andere partijen om in securitisaties te kunnen en willen investeren. Hiertoe consulteert de Commissie verschillende vraagstukken, waaronder:
- de criteria voor het bepalen of securitisaties eenvoudig, transparant en gestandaardiseerd zijn. Dit kan volgens de Europese Commissie bijvoorbeeld betekenen dat een securitisatie niet mag bestaan uit verschillende soorten activa;
- de prudentiële eisen voor financiële instellingen wanneer zij in securitisaties investeren. Securitisaties die aan de criteria eenvoudig, transparant en gestandaardiseerd voldoen, zouden in aanmerking kunnen komen voor een gunstiger prudentiële behandeling;
- overige relevante aspecten, zoals de relatie met het nieuwe securitisatieraamwerk dat het Bazelse Comité in december 2014 heeft gepubliceerd.

Het doel van dit traject is niet de eerder aangescherpte prudentiële maatregelen voor securitisaties – zoals de invoering van retentie-eisen – terug te draaien. Wel kijkt de Europese Commissie of – in aanvulling op de bestaande prudentiële regels – meer differentiatie kan worden toegepast tussen verschillende securitisaties aan de hand van voornoemde criteria. Bovendien kijkt de Europese Commissie in de consultatie ook specifiek naar de rol die securitisaties kunnen spelen op het gebied van kredietverlening aan het MKB.

Consultatiedocument herziening prospectusrichtlijn

Gezamenlijk met het groenboek is het consultatiedocument over de herziening van de prospectusrichtlijn gepubliceerd. In het groenboek noemt de Europese Commissie de herziening van de prospectusrichtlijn als een van de korte termijn initiatieven. Het doel van de herziening is het aantrekken van (grensoverschrijdende) financiering te vergemakkelijken voor bedrijven, met name voor het mkb. De herziening zou moeten leiden tot een nieuw raamwerk waarbij prospectusvereisten beter aansluiten bij de marktomstandigheden. Ook dient de informatie die de in het prospectus moet worden opgenomen nuttig te zijn voor de relevante *stakeholders* en dient het niet onnodig belastend te zijn om deze informatie op te stellen. Barrières om grensoverschrijdend financiering aan te trekken dienen te worden weggenomen en ten slotte dient het goedkeuringsproces eenvoudig en efficiënt te zijn.

De Europese Commissie geeft aan dat het huidige raamwerk als een barrière wordt gezien en niet effectief is om toegang tot de kapitaalmarkt

[5] De retentie-eisen bepalen dat iemand die een securitisatie uitgeeft, daar altijd een belang in moet houden. Zo houdt diegene belang bij een goede prestatie van die securitisatie, ook nadat het kredietrisico voor het overgrote deel is overgedragen aan een andere partij.

te verkrijgen. Vooral het mkb en bedrijven met een kleine beurswaarde ondervinden hier hinder van. Met name het langdurige, complexe en kostbare proces om een prospectus op te stellen en te laten goedkeuren door de toezichthouder ziet de Europese Commissie als tekortkoming. Ook constateert de Europese Commissie dat lidstaten de lidstaatoptie om kleine uitgiftes vrij te stellen van de prospectusplicht verschillend hebben ingevuld en ook verschillen de goedkeuringsprocessen per lidstaat. Ten slotte noemt de Europese Commissie dat prospectussen in de praktijk erg lange documenten zijn die vaak niet worden gelezen door beleggers, waarbij de vraag rijst of beleggersbescherming, een van de doelstellingen van de oorspronkelijke prospectusrichtlijn, wel wordt behaald.

De Europese Commissie vraagt op verschillende onderwerpen reacties van *stakeholders*. Bijvoorbeeld in welke gevallen een prospectus werkelijk nodig is. Hierbij gaat het om de reikwijdte van de prospectusplicht, waaronder de uitzonderingen en vrijstellingen die momenteel gelden. Ook vraagt de Europese Commissie reacties over de inhoud van een prospectus. Het gaat hierbij om de informatie die een prospectus dient te bevatten. Deze zou moeten aansluiten bij de uitgevende instelling en zou flexibiliteit moeten bieden. Een voorbeeld hiervan is een apart regime voor het mkb. Bovendien zou de prospectus beleggers moeten voorzien van begrijpelijke en goed analyseerbare informatie. Ook vraagt de Europese Commissie geïnteresseerden hun opvattingen te delen over de rol die de bevoegde toezichthouder speelt in het goedkeuringsproces. Belangrijk uitgangspunt is hierbij het in lijn brengen van het goedkeuringsproces van verschillende toezichthouders.

Kabinetsreactie

De voorstellen voor de totstandkoming van een Europese kapitaalmarktunie in het groenboek kunnen zorgen voor een impuls voor het functioneren van Europese kapitaalmarkten en het verdiepen en verbreden van financieringsmogelijkheden voor de reële economie. De Europese Commissie geeft een duidelijke aanzet om nog bestaande barrières in de interne markt nader te beschouwen en waar nodig aan te pakken. Zoals aangeven in de recente kabinetsreactie op het rapport «Verbreding en versterking financiering mkb» van de Sociaal-Economische Raad (SER) is het kabinet groot voorstander van een verdere versterking en verbreding van de financieringsmogelijkheden voor de reële economie en zet zich hier ook actief voor in. Financieel gezonde mkb'ers kunnen in Nederland aan voldoende financiering komen, maar diversiteit van financieringskanalen kan worden verbeterd en voor kapitaalverstrekking aan specifieke groepen zoals relatief kleine leningen en starters kan meer aandacht nodig zijn. Ondernemingen, klein en groot, moeten makkelijker kapitaal kunnen ophalen op aandelen- en obligatiemarkten of via alternatieve aanbieders van financiering, en zouden minder afhankelijk moeten zijn van banken. Het herstellen van het vertrouwen in de financiële sector en een juist niveau van beleggersbescherming zijn een voorwaarde voor het bereiken van deze doelstellingen. In dit licht steunt het kabinet het initiatief van de Europese Commissie om te komen tot een echte Europese kapitaalmarktunie en staat zij in beginsel positief tegenover de ideeën uit het groenboek en de beide consultatiedocumenten.

Het is daarbij wel goed te constateren, zoals ook het Groenboek doet, dat het project van eenwording van de Europese kapitaalmarkt niet van nul af begint. Al sinds de ondertekening van het Verdrag van Rome in 1957, waarbij vrij verkeer van kapitaal werd afgesproken, is er veel vooruitgang geboekt. Ondanks al deze initiatieven constateert de Europese Commissie

---

Kamerstuk 32 637, nr. 166.

volgens het Kabinet terecht dat er nog knelpunten en barrières zijn voor het verdiepen en versterken van de financieringsmogelijkheden. Daarvoor geldt dat veel van deze ideeën om verder uitwerking vragen en dat de totstandkoming van een echte Europese kapitaalmarktunie een lange termijnproject is. Het kabinet zou dan ook graag willen zien dat de Europese Commissie, rekening houdend met de reacties op dit groenboek, met concrete en goed onderbouwde voorstellen komt. Hierbij kan worden aangesloten bij de doelstellingen van de Europese Commissie op het gebied van betere regelgeving en de verlaging van administratieve lasten. Bij onderbouwing moet aandacht zijn voor de doelstelling, de knelpunten en waarom de gekozen oplossing passend en proportioneel is, zoals het verlagen van toetredingsbarrières. Overigens ziet het kabinet ruimte de Nederlandse en Europese trajecten omtrent het verdiepen en verbreden van financieringsmogelijkheden naast elkaar te laten bestaan.

Het kabinet is van mening dat de belangrijkste uitgangspunten in het kader van de kapitaalmarktunie zich moeten richten op (i) het vergroten van de beschikbaarheid van kapitaal, (ii) het verbeteren van toegang tot financiering en (iii) een stabiel en schokbestendig financieel en economisch systeem. Voor elk van deze uitgangspunten heeft het kabinet een aantal specifieke onderdelen geïdentificeerd. Een aantal van de prioriteiten van het kabinet zou onder het Nederlands voorzitterschap kunnen worden (uit)onderhandeld.
Het vergroten van de beschikbaarheid van kapitaal kan worden bevorderd door *retail*beleggers betere toegang te bieden tot de kapitaalmarkt en na te denken over nieuwe en innovatieve initiatieven op het gebied van orders en advies. Hiermee kan, zeker voor de kleine belegger, de kapitaalmarkt een aantrekkelijker belegging worden tegen beheersbare kosten. Voor institutionele beleggers wil het kabinet inzetten op het wegnemen van belemmeringen. Dit kan o.a. door effectiever investeringsvehikels mogelijk te maken, bijvoorbeeld voor infrastructurele projecten. Het blijft daarbij zaak, in belang van zowel belegger als bedrijf, een goede balans te vinden tussen toegang tot de kapitaalmarkt en beleggersbescherming.
Het kabinet wil in het vervolg hierop ook de toegang tot financiering voor ondernemingen verbeteren, mede door het grensoverschrijdende kapitaalverkeer te bevorderen. Hierbij dient het waarborgen van de stabiliteit van het financieel systeem en het belang van de investeerder te worden meegenomen. Daarbij is juiste en consistente toepassing van Europese wetgeving een belangrijk uitgangspunt, waarin de Europese toezichtsautoriteiten (ESAs) een centrale rol hebben. Voor het vergroten en ondersteunen van de toegankelijkheid van financiering wil het kabinet inzetten op drie concrete prioriteiten, namelijk de herziening van de prospectusrichtlijn, het uitwerken van het regime voor securitisaties en het aanmoedigen van alternatieve financieringsvormen, zoals kredietunies en crowdfunding. Op deze wijze worden alle financieringskanalen Europabreed ten volle benut.
Tot slot kan een beter geïntegreerde kapitaalmarkt in Europa eraan bijdragen dat investeringen en beleggingen beter gespreid worden over de Europese Unie en de eurozone door middel van grensoverschrijdend bezit van effecten. Hierdoor verwerven beleggers betere diversificatie en kunnen eventuele asymmetrische economische schokken – door de bredere investeerdersbasis – beter opgevangen worden. Daarmee verbetert ook de financiële stabiliteit van landen in de muntunie, en daarmee de muntunie als geheel.
Voor een kapitaalmarktunie is het van groot belang dat vertrouwd kan worden op de stabiliteit van de onderliggende financiële infrastructuur. Een van de belangrijke hervormingen van de financiële sector sinds 2008 vormt de verplichting tot het centraal clearen van derivaten via centrale tegenpartijen (CCPs). Dit heeft echter als bijgevolg gehad dat CCPs zeer

systeemrelevante partijen zijn geworden. Er moet daarom ook gewerkt worden aan een kader voor herstel- en afwikkeling voor CCPs. Een dergelijk regime moet de autoriteiten in staat stellen om in crisissituaties de activiteiten van een CCP te continueren en, waar nodig, daarna gecontroleerd af te bouwen.[7]
In aanvulling op bovengenoemde prioriteiten van het kabinet is onderstaand een reactie op hoofdlijnen opgenomen van alle door de Europese Commissie geagendeerde kortetermijninitiatieven en de discussies voor de middellange en langere termijn.

Appreciatie korte termijn actiepunten

Securitisaties

Het kabinet deelt het standpunt van de Europese Commissie dat eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties een nuttig instrument kunnen vormen bij de verdere ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt. Daarnaast kunnen dergelijke securitisaties ook een rol spelen bij het financieren van de reële economie. Het kabinet vindt het van belang dat het gebruik van securitisaties van hoge kwaliteit wordt bevorderd om bovengenoemde doelen te bereiken, maar wijst er wel op dat daarbij de risico's niet uit het oog moeten worden verloren. Het definiëren van eenvoudige en transparante securitisaties kan eraan bijdragen dat investeerders beter zicht hebben op de onderliggende activa en op de *performance* daarvan. Zo houden zij beter zicht op de risico's die zij lopen en aangaan, hetgeen voor meer vertrouwen en grotere liquiditeit kan zorgen.

Een belangrijke stap is vervolgens – zoals ook door de Europese Commissie aangehaald – om te kijken hoe een raamwerk voor eenvoudige en transparante securitisaties gereflecteerd dient te worden in de prudentiële eisen die onder meer voor banken, verzekeraars en andere institutionele investeerders gelden wanneer zij in securitisaties investeren. Hierbij zou wat het kabinet betreft gekeken kunnen worden of – bij een vergelijkbaar kredietrisicoprofiel – voor securitisaties die voldoen aan de additionele criteria op het terrein van eenvoud, transparantie en standaardisatie, andere kapitaaleisen zouden kunnen gelden ten opzichte van securitisaties die hier niet aan voldoen. Van belang daarbij is daarnaast niet alleen de «absolute» hoeveelheid kapitaal die dient te worden aangehouden bij investeringen in securitisaties, maar vooral ook de relatieve behandeling ten opzichte van investeringen in andere activaklassen, zoals gedekte obligaties. Banken en institutionele beleggers zijn belangrijke investeerders in securitisaties. Een niet-passende relatieve behandeling kan leiden tot een eenzijdige voorkeur richting bepaalde investeringen, waardoor het bereiken en behouden van een gediversifieerde financieringsmix onder druk komt te staan. Dit laatste aspect komt naar de mening van het kabinet nog onvoldoende terug in de consultatie. Het verdient volgens het kabinet aandacht om te zorgen voor een consistente behandeling van securitisaties, zowel voor financiële instellingen die in deze producten investeren, als ten opzichte van andere financiële producten.

Tot slot deelt het kabinet de insteek van de Europese Commissie om meer specifiek ook te kijken naar de rol van securitisaties voor het mkb. Hierbij zou zowel gekeken kunnen worden naar de uitgifte van securitisaties door banken waar bedrijfsleningen aan ten grondslag kunnen liggen, alsook

[7] Ook het Financieel Stabiliteitscomité, het FSC, beval onlangs de ontwikkeling van een dergelijke regime aan.
Kamerstuk 32 545, nr. 25

naar de rol die securitisaties kunnen spelen in het direct financieren van het bedrijfsleven (inclusief het grotere mkb). Dit laatste gebeurt momenteel slecht op relatief geringe schaal, ondermeer omdat investeerders niet altijd voldoende zicht hebben op de kredietwaardigheid van (mkb-)bedrijven en vanwege een gebrek aan standaardisatie in de activa die gesecuritiseerd worden. Standaardisering en het verbeteren van de beschikbaarheid van informatie voor investeerders, kunnen ook hier bijdragen aan het wegnemen van belemmeringen.

Prospectusrichtlijn

In generieke zin onderschrijft het kabinet de visie van de Europese Commissie om het aantrekken van (grensoverschrijdende) financiering op de kapitaalmarkt te vergemakkelijken voor ondernemingen en met name voor het mkb. Een van de genoemde voorbeelden om het aantrekken van financiering te vergemakkelijken is een apart prospectusregime voor het mkb dat gepaard gaat met lagere administratieve lasten. Hoewel het kabinet het aantrekken van financiering door het mkb wil stimuleren en een apart regime voor het mkb hiertoe zou kunnen bijdragen, vindt het kabinet het echter belangrijk dat dit niet ten koste gaat van adequate beleggersbescherming, de andere doelstelling van de prospectusrichtlijn. Een prospectus dient de relevante informatie te bevatten die een belegger nodig heeft om een verantwoord oordeel te vormen over de uitgevende instelling en de effecten die zij wil uitgeven. Dit is van groot belang voor de werking van de markt en dus ook in het belang van partijen die gefinancierd willen worden. De herziening van de prospectusrichtlijn biedt de mogelijkheid om goed te kijken naar de prospectusregels en welke aanpassingen er mogelijk zijn om dit proces efficiënter te maken Hierbij is het van belang dat opnieuw wordt bekeken of de huidige prospectusvereisten aansluiten bij de informatiebehoefte van de belegger, zoals de begrijpelijkheid van de soms zeer legalistische teksten, de omvang van het prospectus en de consistentie van de informatie.

Kredietinformatie

Markten werken alleen maar goed wanneer de relevante informatie bij marktpartijen bekend is. Dit is vooralsnog niet het geval. Voor ondernemingen kan het praktisch zijn eenvoudig bedrijfsinformatie gestandaardiseerd aan kredietverstrekkers te kunnen aanleveren. Veelal is het voor (potentiële) aanbieders van financiering moeilijk en relatief duur om de kredietwaardigheid van met name kleinere bedrijven in te schatten, waardoor vraag en aanbod niet goed op elkaar aansluiten. Het kabinet ondersteunt dan ook initiatieven die zich richten op het verbeteren van de beschikbaarheid en vergelijkbaarheid van informatie die investeerders nodig hebben om tot een goed kredietwaardigheidsoordeel te komen. In het *aanvullend actieplan mkb-financiering* [8] van het kabinet is aangegeven dat met de betrokken partijen uit het mkb een plan wordt uitgewerkt dat voortbouwt op het digitaal aanleveren van financiële informatie met *Standard Business Reporting* (SBR). Dit biedt de mogelijkheid om de boekhouding van ondernemers te standaardiseren, zodat gegevens voor financiers beter bruikbaar zijn. Hierbij moet rekening worden gehouden met privacywetgeving, de administratieve lasten voor ondernemers en bestaande publieke en private kredietregistratiesystemen.

Onderhandse leningen (Private Placements)

De Europese Commissie zet in het groenboek in op het ondersteunen van marktgedreven initiatieven van o.a. de International Capital Market

[8] Kamerstuk 32 637, nr. 147.

Association (ICMA). De ICMA heeft in februari een handleiding gepubliceerd met daarin gemeenschappelijke normen en *best practices* die als basis kunnen dienen voor de verdere ontwikkeling van de Europese markt voor onderhandse leningen.[9] Het kabinet verwelkomt deze stappen en ziet vooralsnog geen grote belemmeringen voor de ontwikkeling van deze markt vanuit het regelgevend kader. De inzet van de Europese Commissie om de lopende marktgedreven initiatieven af te wachten en waar nodig te ondersteunen wordt dan ook door het kabinet ondersteund.

Langetermijninvesteringsfondsen (ELTIFs)

Het kabinet acht het van groot belang de interne markt voor lange termijn investeringen te versterken. Een ELTIF kan daartoe bijdragen. Vooral de introductie van het paspoort voor het aanbieden aan zowel professionele als *retail* (niet-professionele) beleggers kan het ophalen van kapitaal binnen de interne markt van de Europese Unie vergemakkelijken. Een ELTIF zou naast de reeds bestaande mogelijkheden die bestaan om op grond van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen[10] (AIFMD) om te investeren in langetermijnbeleggingen, kunnen bijdragen aan langetermijnfinanciering. Er kan een duidelijk herkenbaar Europees «label» ontstaan dat bij kan dragen aan de beschikbaarheid en populariteit van langetermijnfondsen door de specifieke beleggingseisen en productvoorwaarden en het bieden van een Europees paspoort voor het aanbieden aan zowel professionele beleggers als *retail*beleggers. Om een succes te maken van het ELTIF-label en om het gebruik van het ELTIF-label te stimuleren en te ondersteunen zal er met verschillende marktpartijen en koepels moeten worden gesproken.

Appreciatie middellange en lange termijnonderdelen

Het kabinet ondersteunt de wens van de Europese Commissie om de toegang tot financiering te verbeteren door alternatieve financiering voor innovatieve startende en snelgroeiende ondernemingen te verbeteren, en ziet dit dan ook als prioriteit waarbij op korte termijn al stappen kunnen worden ondernomen voor het wegnemen van knelpunten. Hierbij kunnen *best practices* worden uitgewisseld, bijvoorbeeld op het gebied van *crowdfunding.* Daarnaast zet het kabinet zich actief in om Nederlandse kredietunies uit te zonderen van de Europese richtlijn kapitaalvereisten. De richtlijn kapitaalvereisten kent al uitzonderingen voor kredietunies in een aantal lidstaten. Belangrijk verschil is echter dat Nederlandse kredietunies zich specifiek richten op het mkb, waardoor kredietunies een bijdrage kunnen leveren aan het streven van de Europese Commissie om de financiering van het mkb te verbeteren.

Standaardisering van informatie, bijvoorbeeld voor toegang van mkb-ondernemingen tot de kapitaalmarkt of voor investeringen in infrastructuur, kan een positieve bijdrage leveren aan de toegang tot financiering. Het eenvoudiger beschikbaar maken van informatie die nodig is voor het indienen van een kredietaanvraag of het uitgeven van kapitaalinstrumenten verlaagt drempels. Een in dit kader op het mkb toegespitste jaarrekeningstandaard zou hier ook een bijdrage aan kunnen leveren. Hierbij kan aangesloten worden bij eerdere initiatieven voor vereenvoudiging van jaarrekeningstandaarden en initiatieven die kredietinformatie versimpelen en standaardiseren. Tegelijkertijd dient bij

---

9 http://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Private-placements/Pan-European-Corporate-Private-Placement-Market-Guide-February-2015.pdf

10 RICHTLIJN 2011/61/EU VAN HET EuropEES parlement EN DE RAAD van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010

het verlagen van toegangsdrempels wel afdoende rekening gehouden worden met de bescherming van de investeerders, transparantie en *best practices* van huidige nationale regimes.

Het kabinet is het eens met de Europese Commissie dat investeringen een belangrijke voorwaarde voor economische groei vormen en dat vergroting van het (potentiële) aanbod aan (langetermijn) financiering wenselijk is. Om de investeringen van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, in de economie te vergroten is in Nederland de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII) opgericht om de vraag naar en het aanbod van met name lange termijn financiering beter op elkaar aan te sluiten. Bezien moet worden op welke wijze institutionele beleggers verder aangemoedigd kunnen worden om op vrijwillige basis tegen een passende vergoeding in de economie te investeren, zoals voor langetermijnfinanciering. Duurzame langetermijninvesteringen in Europa kunnen alleen worden bereikt door het stimuleren van investeringsbeslissingen die gebaseerd zijn op adequate risico/rendementsverhoudingen, waarbij rekening wordt gehouden met de specifieke rol en doelstelling van institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars. Er dient daarom geen sprake te zijn van enige vorm van dwang of verkeerde prikkels in regelgeving. Naast institutionele beleggers bieden mogelijk ook *retail*beleggers een bron van langetermijnfinanciering, waarbij consumentenbescherming (met name voor illiquide beleggingen) van groot belang is.

Het kabinet deelt de mening van de Europese Commissie dat de Europese Unie een aantrekkelijke bestemming is voor buitenlands kapitaal, waarvan de aantrekkelijkheid nog verder vergroot kan worden. Daartoe zou de Europese Unie de interne markt voor diensten moeten vervolmaken en zich moeten blijven inzetten voor multilaterale vrijhandelsverdragen met de Verenigde Staten, Canada, Japan en andere landen en regio's. Van belang is dat maatregelen geen barrières opwerpen voor Europese beleggers om buiten de Europese Unie te investeren.

Het kabinet ondersteunt initiatieven die de effectiviteit van kapitaalmarkten in de toekomst kunnen vergroten. Daarbij is juiste en consistente toepassing van Europese wetgeving een belangrijk uitgangspunt, waarin de Europese toezichtsautoriteiten (ESAs) een centrale rol hebben. Bezien moet worden hoe de positie van de ESAs kan worden versterkt binnen het huidige kader, zodat nog beter toegezien kan worden op de kwaliteit en consistentie van het toezicht in Europa. Hierbij moet vooral aandacht zijn voor consistente toepassing van het *single rulebook* voor het waarborgen van het gelijke speelveld. Verder werk op het gebied van gemeenschappelijke principes voor kredietinformatie en transparantie over koersvorming op de kapitaalmarkt, zoals de *consolidated tape*, kan ook een bijdrage leveren aan een effectievere kapitaalmarkt.

Het kabinet is het met de Europese Commissie eens dat op de lange termijn gekeken moet worden naar mogelijke barrières die voortvloeien uit het vennootschapsrecht, faillissementsrecht en belastingrecht. Uiteraard met inachtneming van de nationale competenties.

Tot slot

Met de gemeenschappelijke noemer kapitaalmarktunie geeft de Europese Commissie prioriteit aan een aantal lopende kortetermijninitiatieven en agendeert zij discussies voor de middellange termijn. In dit licht steunt het kabinet de doelstelling van de Europese Commissie om te komen tot een verdere eenwording van de Europese kapitaalmarktunie en staat het kabinet in beginsel positief tegenover de ideeën uit het groenboek en de

beide consultatiedocumenten. De kortetermijninitiatieven zullen na presentatie van het actieplan in het najaar van dit jaar, mogelijk o.a. onder Nederlands voorzitterschap in de Raad worden uitonderhandeld.